

# 証券化商品市場における格付機関の適切な行動（山本孝夫教授退職記念号）

著者名(日)	森谷 智子
雑誌名	嘉悦大学研究論集
巻	56
号	1
ページ	19-35
発行年	2013-10-25
URL	<a href="http://id.nii.ac.jp/1269/00000304/">http://id.nii.ac.jp/1269/00000304/</a>

## 研究論文

## 証券化商品市場における格付機関の適切な行動

Appropriate Action of Credit Rating Agencies  
in The Securitization Market

森 谷 智 子

Tomoko MORIYA

## &lt;要 約&gt;

2008年に生じたグローバルな金融危機以降、証券化商品の発行額が低迷している。周知の通り、この要因として、住宅バブルが引き金になったと説明されている。そのため、この金融危機に関する多くのディスカッションの中心的なエッセンスとして、2006年までの住宅バブルが大きく取りあげられている。本稿では、まず、この証券化商品市場を衰退させることになった格付機関と金融機関の関係について説明する。次に、格付機関と金融機関との間で明らかになった利益相反について、なぜ生じることになったのか、その発端となった格付け依頼に関する支払いモデルの問題点について論じる。そのうえで、今後、どのような支払いモデルが望まれるのか、そして格付機関の支払いモデルの方向性について検討する。最後に、将来、格付機関が適切な行動を確立するための施策として、格付機関の新規参入が必要であることを主張している。

## &lt;キーワード&gt;

証券化組成、格付機関（CRA, Credit Rating Agencies）、利益相反、NRSROs（Nationally Recognized Statistical Rating Organizations：認定された格付機関の格付を規制上で利用する公認格付機関）、発行体支払いモデル（issuer-pay model）、投資家支払いモデル（investor-pay model）

## I はじめに

2008年に生じたグローバルな金融危機以降、証券化商品の発行額が低迷している<sup>1)</sup>。この要因として、住宅バブルが引き金になったと説明されているのは、周知の通りである。そのため、この金融危機に関する多くのディスカッションの中心的なエッセンスとして、2006

年までの住宅バブルが大きく取りあげられている<sup>2)</sup>。これまで、この金融危機の根本的な要因として、証券化という金融技術そのものが批判されていた。さらに、Smith (2013) は、このような問題は、住宅 (housing)、住宅ローン (mortgage)、金融市場を融合させることになった規制緩和そのものが影響を与えることになった、と主張している<sup>3)</sup>。特に、アナリストらは、リスクの高い住宅ローンをプールし、不透明さが残ることになった証券化商品の組成について批判している。彼らは、住宅ローンの質に関する健全性の問題、不透明な金融商品として認識されている CDO (Collateralized Debt Obligation) の組成、そして投資に関して無知な投資家が保険として活用していたクレジット・デリバティブの失敗についても批判対象としている。このような多くの批判に関する共通点として、金融革命の常識こそが、そのレベルを超えていたことが焦点となっているのは事実である。さらに、金融サービスにおけるより良い経営能力を有した管理者、そして厳密な規制が結果として存在していたのであるならば、こういった金融危機は生じなかったであろう、と結論付けている。

前に述べたが、金融危機以降現在にかけて、米国の証券化商品市場の発行額が低迷し続けているということから、あたかも消滅した金融商品市場として位置付けられているのは事実である。その一方で、証券化は、米国の金融システムや経済発展に、そして 25 年以上の間、個人やビジネスの資金調達のための重要な源泉としての役割を果たしてきた、と評価されていることも疑う余地はない<sup>4)</sup>。もちろん、日本においても、サブプライム危機に至るまで、証券化は、金融機関や大企業ばかりではなく、中小企業の新たな資金調達手段として活用されてきた。また、大手金融機関が証券化商品を組成するうえで中心的な存在になっていたが、地方銀行も中小企業の貸付債権の証券化を組成する動きが見られるようになり、証券化による資金調達手段が定着していくかのように思われた。しかしながら、サブプライム危機を受けて、日本の証券化商品市場の発行額もまた低迷し続けている状況に陥っている<sup>5)</sup>。

これまで、米国での証券化商品市場における機能低下をもたらした根本的な要因として、筆者は以下のことを指摘してきた<sup>6)</sup>。第 1 に、金融機関などによる貸出競争の激化、第 2 に、貸出審査基準の緩和 (FICO クレジット・スコア)、第 3 に、証券化の活用である。また、第 4 に、2000 年代初期の IT バブルの崩壊による低金利政策もサブプライム問題の発端になった要因として主張する論者もいる<sup>7)</sup>。さらに、現在、OTD (Originate-to-distribute : 組成販売型) モデルの活用も、証券化商品を容易に組成させた主要な要因として問題視されるようになってきている。この OTD モデルとは、貸付債権の信用リスクを第三者に移転する手法である。サブプライム層を中心に貸出を実行してきた住宅金融専門会社は、OTD モデルにより、そのローンを大手金融機関もしくは SIV (Structured Investment Vehicle) に売却し、それらの機関が証券化商品を組成することにより、市場で証券化商品を購入する第三者 (投資家) に、プールされたローンの潜在リスクを移転することができたのである。この OTD モデルを活用することで、大手金融機関は、バランス・シートを膨らませることなく、さらにはリスクそのものを抱える必要性がないということから、積極的に証券化商品の組成を推

進するようになった、と言われている。これを受け、最近、政策立案者らは、2008 年から 2009 年の金融危機は、OTD モデルが引き起こしたものと強く指摘するようになってきている。

米国では、こういった金融危機を招いた多くの問題を払拭するために、2010 年、ドッド＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010）が施行された。ドッド＝フランク法では、証券化商品市場の規制について言及するのであるならば、インパクトを与えるような法規制作りを提議することがその目的として掲げられている<sup>8)</sup>。米国の規制当局では、2010 年以降、300 におよぶ規制について起草するために、ドッド＝フランク法に取り組んできた。この取り組みに関して、検討などが進んでいる項目もあれば、結論が不明確なものもある。Willett（2012）は、金融危機の最悪の事態が過ぎ去ったものの、いまだ、金融危機の根本的な要因について議論されているばかりで、その結果として、今後の危機に関する可能性やその影響を抑制するための提案が列挙されているに過ぎない、と指摘している<sup>9)</sup>。さらに、Willett（2012）は、US' Official Financial Crisis Inquiry Commission が作成した議会で民主党や共和党の両党が調印したレポートについて見てみると、400 頁以上におよぶ見解をまとめているものの、明確な結論はないと強調せざるを得ないものであったと論じている<sup>10)</sup>。

もちろん、新しい金融規制の大きな柱は整備されつつあるが、これにより、果たして、金融市場、さらには証券化商品市場の機能が正常化されるのかについては疑問を抱くところである。つまり、ドッド＝フランク法により金融規制にメスを入れただけでは、証券化商品の組成にかかわる金融機関や格付機関の信頼性は回復しないものと考えられる。言い換えれば、証券化商品の組成にかかわる金融機関や格付機関の行動を抜本的に改革しなければ、証券化商品市場の復活を考えることができないと言っても過言ではない、と筆者は考えている。

そこで、本稿では証券化商品市場を衰退させた格付機関と金融機関の関係について説明する。次に、格付機関と金融機関との間で生じることになった利益相反について、なぜ生じることになったのか、その発端となった格付け依頼に関する支払いモデルの問題点について論じる。そのうえで、今後、どのような支払いモデルが望まれるのか、そして格付機関の支払いモデルの考え方について考察する。最後に、今後、格付機関が適切な行動をするためには、どのような施策が残されているのか、という各問題点について検討している。

## II 証券化商品市場を衰退させた格付機関と金融機関の関係

長い歴史のなかで、格付機関は債券を発行する企業の返済能力についての格付けを付与する役割を担っていた。さらに、格付けは、投資家や規制者によって幅広く活用される指標であると同時に、企業債務の価値そのものに重要な影響を与えてきたと評価されている。2008 年の金融危機以前、格付機関は米国外で直接的に規制を受けることがない環境下に置かれて

いた。米国で活動する格付機関は、単に、SEC (Securities and Exchange Commission) に NRSROs (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations : 認定された格付機関の格付を規制上で利用する公認格付機関) として登録しなければならないという程度のものであった。この NRSROs としての登録制度は、SEC による厳格な介入を目的としているのではなく、格付けのプロセスについて徹底的に管理する役割を担っているわけでもない、と認識されている。

格付機関の格付けに関する行動批判は、今回の金融危機に限ってだけではない。周知の通り、格付機関の格付けに対する正当性は、エンロン事件が起きた 10 年以上も前から問題視されていた。当時、エンロンの財務内容が脆弱していたものの、格付機関はその格付けを是正することもなく、エンロンが倒産する数時間前になって初めて社債を格下げしたという事実がある。こういったことから、米国での格付機関の管理・監視および法規制の変化についての議論が活発に行われるようになっていった。従来、格付機関のコアとなるビジネスとは、社債に格付けをすることであった。しかしながら、金融機関が抱える信用リスクを分散する OTD モデルが発展したことにより、格付機関は多種多様な証券化商品に格付けをしなければならない状況に陥ったのである。それを受け、2007 年、主要な格付機関による証券化商品の格付けビジネスは、その収入源の半分以上を占めるようになっていった。さらに、サブプライム危機に至るまで、証券化商品の格付けは、非常に儲かるビジネスとして位置付けられていた。

それでは、今回の金融危機、さらには証券化商品市場を衰退させることになった要因は何か。また、格付機関による格付けの信頼性をも失いつつある理由とは何か。その発端として、格付機関と金融機関の関係があげられる。つまり、このことは格付機関と金融機関との間において、利益相反という問題が生じていたことを意味している。この利益相反の問題とは、格付機関が金融機関から巨額な報酬を受け取る代わりに組成される証券化商品について、実際のリスクよりも高い格付けを付与していたことを物語っている。米国における実証研究でも、利益相反が金融危機において重大な影響力を及ぼしたことが明らかになっている。これに関しては、格付機関の従業員のインタビューによっても明確なものになっている<sup>11)</sup>。Davies (2012) は、発行体、投資銀行、そして格付機関の関係は、証券化商品を組成するに際し、非常に難しいものになっていくであろう、と述べている<sup>12)</sup>。

こういった利益相反が生じた理由として、格付機関のビジネスモデルが関係しているという主張もある。しかしながら、利益相反が生じた背景には、大手格付機関の間における顧客獲得競争が激化していたことも一因としてあげられる<sup>13)</sup>。では、格付機関による競争により、主として、どのようなことが起こったのであろうか。これに関する代表的な意見として、Mariano (2008) は、格付機関の競争は、証券化商品を組成する発行体が抱えるリスクの実態を加味せず、高い格付けを付与するインセンティブを高めることになった、と主張している<sup>14)</sup>。このことは、格付機関が顧客としている金融機関(投資銀行)との契約を獲得・維持するためにも、他社よりも高い格付けを付与するという行動が高まっていったことを意味し

ている。

また、証券化商品を組成することができる金融機関（投資銀行）は、非常に少なく約 20 行に限定されていた。証券化商品の格付けに関する手数料報酬は、社債と比較すると高額なものであった。たとえば、社債が 500 万円相当であるならば、証券化商品は 1,000 万円程度というように高額なものであった。つまり、社債の格付け手数料の少なくとも 2 倍は獲得することができる。そのため、格付機関は、数少ない顧客および高い報酬を獲得するためにも実態の債券のリスクよりも高い格付けを付与することになったものと考えられる。

さらに、格付機関は、単に、格付けを付与だけではなく、高格付けを獲得するための組成方法を、顧客である金融機関（投資銀行）に事前に指導するようなコンサルティング業務をも実行していた。格付機関は、このコンサルティング業務を遂行することにより、格付け手数料とは別に、手数料稼ぎをしていたのも事実である。しかしながら、こういった格付機関によるコンサルティング業務は、もともと禁止行為に匹敵するものである。コンサルティング業務に近い役割を担った者、そして高格付けの証券化商品を組成することができるスキルを有する者のなかには、金融機関（投資銀行）に引き抜かれた者もいる。格付機関の者が、金融機関（投資銀行）に対して、コンサルティング業務を行っていたというのが、Davies（2012）は、格付機関自体、証券化商品ビジネスに対して十分な知識を有していなかったと批判している<sup>15)</sup>。

サブプライム危機が生じる以前、ハーバード・ビジネススクールで MBA を取得した者の人気就職先として、コンサルティング会社、次いで、金融機関のなかでも主として投資銀行があげられてきた。このような花形と言われるコンサルティング業務や投資銀行業務に就職できなかった者は、格付機関への就職というように、ウォール街から弾き出され、屈辱を味わっていたのは有名な話である。こういったことから、格付機関に勤務する者に対して、以下のような皮肉が述べられている。「ウォール街に就職できない連中が、ムーディーズに就職するんですよ。（中略）格付け機関の内部にはまた別の階級制があって、サブプライム・モーゲージ債の格付け役は、その中でもさらに陽の当たらない場所にいた<sup>16)</sup>」。格付機関がコンサルティング業務のような役割を担うことは、違反である業務そのものであり、さらには、投資銀行から引き抜きにあうことは、唯一、彼らにとって誇らしいことであったのではないかと考えられる。

しかしながら、このような現在の世の中の動きを受けて、ここ最近の米国における有名大学院で MBA を取得した者の就職状況に変化が見られるようになってきている<sup>17)</sup>。Financial Times によると、10 年前では、MBA を修了した者の 3 分の 1 は金融業界、特に投資銀行に、そして 3 分の 1 以上は、コンサルティング会社に就職をしていたと報じられている。だが、2008 年の金融危機以降、修了生の半分は、これまでと異なる業種を選択するようになってきている。たとえば、メディア、テクノロジー、医薬品、消費者向け商品企業への就職が増えている。さらには、NGOs (Non-Governmental Organizations) のような団体への

就職希望が広がりつつある。つまり、かつて華やかであった利益優先の金融ビジネスそして株主価値経営から、社会貢献を意識している業種を就職の場へと選択する時代に移り変わりつつあると言えよう。

また、金融市場では、格付機関の影響力が非常に大きくなっていったと言っても過言ではないが、利益を最優先してきたために、グローバルな金融危機を招くことになった格付機関に対しても厳しい批判が述べられるようになってきている<sup>18)</sup>。さらに、ここ最近、投資家も格付けに対して慎重に検討する行動も見られるようになってきている。Barberis (2013) は、投資家は、証券投資に関して、非常に慎重であると指摘している<sup>19)</sup>。その理由として、トリプル A と言えども、しばしば、その金融商品と格付けの価値がマッチングしていないのではないか、という問題を取りあげている。もちろん、サブプライム問題、そしてグローバルな金融危機を起こした要因として、金融機関による審査が甘い融資体制、プールの中身が不透明な証券化商品の組成という節操な行動よりも、格付機関だけの問題点が大きく指摘されることもあるのは事実である。しかしながら、証券化という金融技術は、金融機関のバランス・シートを管理するうえでも有効的な手段であるとの意見を考慮すると、格付機関だけの問題なのかと懸念を抱くことになる<sup>20)</sup>。

現在、SEC は、格付制度に対して登録制の導入、情報を開示することによって格付けの透明性を高めようとしている。さらに、投資家が格付機関の評価だけに過度に依存することなく、他の情報も活用しながら投資を行う環境作りを促進する動きが見られるようになってきている。以上から、格付機関の行動だけが批判されているが、格付機関は巨額の報酬を、金融機関は高い格付けを獲得するプロセスが構築されていったのである<sup>21)</sup>。Davies (2012) は、格付機関のビジネスには、根本的に利益相反が潜んでいると指摘している。SEC は、ドッド＝フランク法のもとで利益相反を排除するために、格付けに関する慣行を変化することへの実行可能性を分析している<sup>22)</sup>。格付機関と金融機関の関係をクリアなものにするためには、両機関からの利益相反の問題を解決する必要がある。そこで、次に、この問題を解決するためには、どのような施策が必要であるのかについて検討する。

### Ⅲ 格付機関と金融機関との利益相反問題を解決するための施策

#### 1. 利益相反の問題を解決する支払いモデルの代替案

これまで、格付機関に対する規制が強化されてきたが、2008 年の金融危機では、利益相反という新たな問題が明らかになった。前に述べたように、利益相反という問題は、高い報酬を得るための大手格付機関の顧客獲得競争の激化が要因になっていると、筆者は主張してきたが、その背景には、格付機関に対する発行体支払いモデルが引き金となっていると言っても過言ではない。周知の通り、大半の格付機関は、“issuer-pay model”（発行体支払いモデル）を活用し収入を得ている<sup>23)</sup>。NRSROs（Nationally Recognized Statistical Rating

**Organizations** : 認定された格付機関の格付を規制上で利用する公認格付機関) として登録された 10 機関のうち、6 機関が発行体支払いモデルを採用している<sup>24)</sup>。そこで、これらの格付機関のピック 3 の発行体支払いモデルの収入をみると、Moody's の総収入の 84%が発行体支払いモデルによる手数料で占められていた。また、S&P 及び Fitch は、それぞれ 72%と 85%を占めていた<sup>25)</sup>。この発行体支払いモデルとは、発行体が債券を発行する際に、格付機関に格付け手数料を支払う手法である。このような発行体支払いモデルは、格付機関が発行体との契約を確保・維持するために、高い格付けを付与するようになると一般的な見解がある。主として、証券化の場合、そのインセンティブが非常に高いと指摘されている。

Goodhart (2008) によると、格付け手数料を稼ぐというだけで、潜在リスクを考慮せず、高格付けを付与するというインセンティブは、伝統的な債券(社債)への格付けの付与について言うのであれば、極めて低いと論じている<sup>26)</sup>。つまり、債券の格付け手数料は、少額なものであることが要因であろう。債券の格付けは、企業評価、つまり企業の返済能力を示すものであり、単に、格付機関が手数料を獲得するためだけを目的に、対象企業を過剰評価する必要はないということを意味しているのではないかと考えられる。一方、証券化商品の場合には、債券の格付けと異なる 2 つの特質があるため、高格付けを重視する必要があるとの見解がある。第 1 に、ストラクチャード・ファイナンス(証券化商品などの金融商品)は、新しいビジネスであり、特に、その債券を組成・発行に取り組む金融機関(投資銀行)にとって、巨額の利益を獲得できるものとして位置付けられている。さらに、この取り組みが成功した金融機関(投資銀行)の行員は、高額な報酬を期待することができるのである。第 2 に、企業は、債券を発行するに際し、一般的に、多くの主要格付機関(もしくは、少なくとも 2 格付機関)から格付けを依頼する一方、証券化商品の場合は、1 格付機関もしくは 2 格付機関のみによる格付け依頼で債券を発行することができる<sup>27)</sup>。そのため、発行体は、最も高く格付けを付与してくれる格付機関を探す行動が高まるのである。すなわち、現在も未解決の問題として残されているレーティング・ショッピング(rating shopping)という行動が発生することにつながったのである。このように、この発行体支払いモデルは、発行体により良い格付けを付与してもらえる格付機関に格付けを依頼するインセンティブが高まるものとして位置付けられている。

そもそも、格付機関に対する支払いモデルの歴史を見ると、1970 年代初めに、格付機関に対して投資家支払いモデル(investor-pay model)から、発行体支払いモデル(issuer-pay model)もしくは subscriber-pay model)に移行した。今日、問題として取りあげられた利益相反という事態を招いたのは、発行体支払いモデルが要因となっているということは、さまざまな研究論文で紹介されている<sup>28)</sup>。McDaniel (2009) は、市場関係者によると、投資家支払いモデルの方が、発行体支払いモデルよりも潜在的な利益相反が潜んでいる可能性が低いことを指摘している<sup>29)</sup>。ドッド=フランク法 939F (b) でも、格付機関に対する支払いモデルが利益相反の原因になっていることを受け、SEC に、2012 年 7 月 21 日までには、格付



手数料に関して新しいモデルを検討することを要求していた<sup>30)</sup>。それを受け、各方面からは、発行体支払いモデルに代替するいくつかの支払いモデルが提案されてきた。

たとえば、Kotecha, Weinberger and Ryan (2011) は、発行体支払いモデルに代替する格付機関の新たな格付手数料の支払いモデルとして、Pay from Deal Proceeds and Secondary Market Transaction Fees を提案してきた<sup>31)</sup>。この取引手数料の支払いとは、発行体および投資家の両者が格付手数料を支払うモデルを意味している。つまり、彼らは発行体支払いモデルと投資家支払いモデルを組み合わせることにより、格付けへの中立性が保たれると主張している。さらに、彼らは、新たな発行体およびセカンダリー・マーケットのトレーダーによる格付手数料をもとにファンドを立ち上げ、そのファンドが提供する資金から格付手数料を支払うモデルをも提案している。また、Krishnan, Nair, Tiwari, Nagpal, Sahajwala and Jayasimhan (2009) は、政府や規制機関が設立したファンドによる格付機関への支払いモデルを紹介している<sup>32)</sup>。

続いて、Altman, Oncu, Richardson, Schmeits and White (2010) は、利益相反の問題について、理論的かつ実践的な枠組みから検討した結果、発行体が格付けを取得するに際し、自ら格付機関を選択することができないという制度を設けるべきである、と指摘している<sup>33)</sup>。このことを実現することにより、発行体が格付けを取得する際、格付機関を選択する機会を失うことで、いくつかの問題が同時に解決することができるという評価もある。その問題とは、第1に、発行体支払いモデルから生じるフリーライダーの問題、第2に、発行体によって格付機関が選別されるために生じる利益相反の問題である。これらの問題を解決することにより、格付機関に新しい資源への投資、高い質の格付けを付与することへのインセンティブが高まることになる、との新たな意見もある<sup>34)</sup>。

このように、アカデミックなペーパーからも、発行体支払いモデルについての代替モデルが提案されている。また、GAO (2012) では、アカデミックなペーパーばかりではなく、各方面のジャーナルなどで紹介された提案モデルを以下のようにまとめている(表1参照)。しかしながら、こういった提案があるのにもかかわらず、SECからは、明確な代替案が発表されていないのが現状である。そのため、いまだ、発行体支払いモデルが利用されているのである。その一方、ここ数年、格付機関に対する支払いモデルについて興味深い事例があげられる。それは、Egan-Jones Rating Company、LACE Financial and Rapid Ratings のように投資家支払いモデルを採用している格付機関の台頭である。さらに、Moody's の収入の内訳にも変化が見られるようになった。たとえば、Moody's が、発行体支払いモデルによって獲得した収入を見ると、1999年には全体の89%を占めていたが、2008年には72%に減少することになった(図1参照)<sup>35)</sup>。Deb and Murphy (2009) は、発行体支払いモデルは、格付機関の主たる収入源であり続けているとともに、非常に有意的な支払いモデルであることに変わりないが、発行体支払いモデルによる収入が実際に減少しているという傾向は、今後、投資家支払いモデルが進展するであろうことを示唆している、と主張している。続いて、

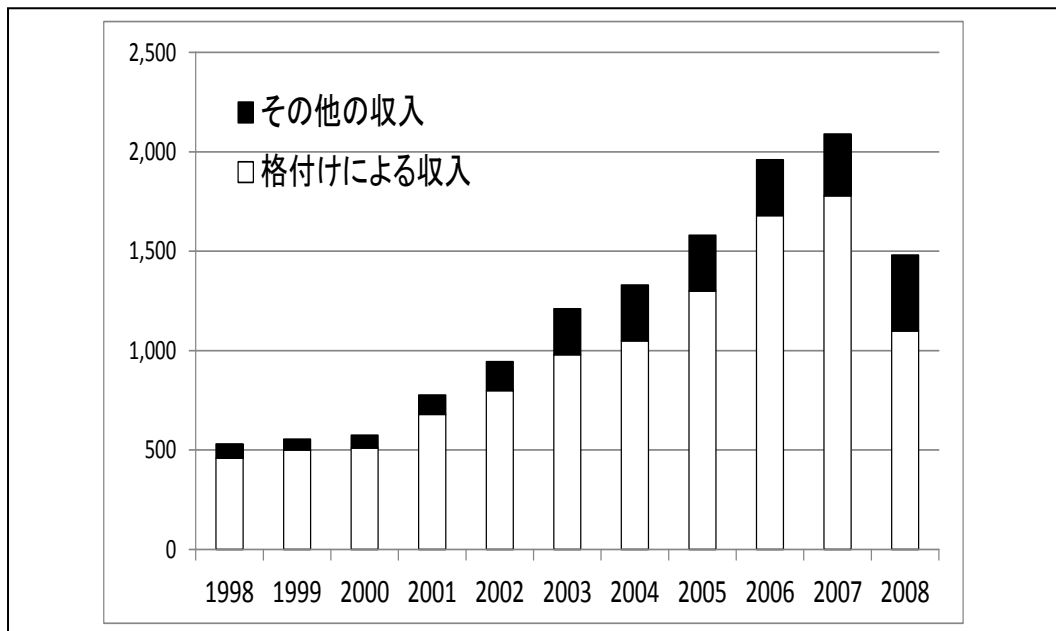
格付機関による支払いモデルの考え方について検討する。

表 1 格付機関への支払いモデル案

ランダム・セクション型	発行者が格付け手数料を支払うが、格付け委員会が、格付機関をランダムに指名する方法である。
インベスター・オウンド型	機関投資家が NRSRO を創設・運用を行う。発行体は、2 つの格付機関からの格付けを依頼する。その際、機関投資家が運用する NRSRO および発行体を選択した NRSRO からの格付けを採用する。
スタンド・アローン型	NRSROs が格付けを依頼する発行体を選択する。債券発行手数料は、セカンダリー・マーケット取引間で発生する。
デザインেশョン型	NRSROs が格付けを依頼する発行体を選択し、債券を保有する投資家が格付け手数料を受け取る NRSROs を指名する。第三者が、手数料を徴収し、格付機関に支払うモデルである。
ユーザ・ペイ型	第三者が、採用する格付機関を決定し、すべての格付け利用者が NRSROs に手数料を支払う手法である。
オルタナティブ・ユーザ・ペイ型	政府機関や独立機関が、NRSROs に格付けを依頼する。その際、債務者によってプールされた資金を活用する手法である。
イシュー・アンド・インベスター・ペイ型	発行体と投資家が新債発行に関する手数料をセカンダリー・マーケットのトレーダーに支払う手法である。

(出所) GAO (2012), pp.8~14 を参考に作成。

図 1 Moody's の収入の推移



(出所) Deb and Murphy (2009), p.3.

(単位) 百万ドル

## 2. 格付機関による支払いモデルの考え方

Baig and Choudhry (2013) は、格付機関の信頼に対する安定性は、モーゲージ市場分野において最もダメージを受けることになった、と主張している<sup>36)</sup>。サブプライムローン及びプライムローンが組み込まれた RMBS (Residential Mortgage-Backed Securities: 住宅ローン担保証券)、CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities: 商業不動産担保証券)、CDO に投資した投資家らは、2008 年から 2009 年の間、証券化商品の格下げを傍観してきた。Moody's もまた、格下げを発表してきた。Moody's は、1999 年から 2008 年の間に格付した証券化商品のうち、7.38%に相当する債券を格下げしたことを 2009 年のレポートで報告している。この数値は、驚くことに非常に小さいと言えるが、金融危機を招いた金融商品である CDO、ホームエクイティに関連する ABS (Asset Backed Securities: 資産担保証券)、RMBS を除くのであれば、1999 年から 2008 年までの格下げ率は 3.18%となる。そして、2008 年単年の数値を見ると、格下げ率は 35.5%と非常に高い結果を招いている。さらに、モーゲージ関連の格付けされた債券を除くと、格下げ率は 12.1%という数値になる。この結末から、いかにモーゲージ関係の証券化商品が格下げされることになったのか、理解できるであろう。

このように、証券化商品の格下げを余儀なく実行してきた格付機関は、格付け決定までのプロセスについての信用を失う、という悲惨な状況が続いている。それでもなお、今日のような問題を引き起こした発行体支払いモデルに依存しているといっても過言ではない。さらに、McDaniel (2009) は、市場関係者による批判について、以下のように紹介している。市場関係者である彼らは、格付けの質に対する改善が、発行体支払いモデルの範囲内で成し遂げられるであろうことについて懐疑的な意見を寄せている<sup>37)</sup>。さらに、彼らは、発行体支払いモデルの潜在的な利益相反について、根本的に管理することは不可能であることを主張している。また、質の悪い格付けは、証券化商品市場のような特殊分野と何らかの関係があるとも指摘するようになってきている。

こういった金融危機や格付機関の格付け手法の批判を受けて、現在、格付機関自体は、格付けの定義そのものを変えていないが、格付け決定までのプロセスについての軌道修正をしている<sup>38)</sup>。さらに、格付機関は格付けを決定するプロセスについて、透明性が高いディスクロージャーの提供・公開について賛同するようになってきている。また、格付機関の行動に関する重要な変化として、債券の流動性そして団体（企業）の創出や支援するための資金調達の計画を考慮した格付けを決定するプロセスを適用したということが注目され始めている。このことは、金融危機以前には検討されてこなかった事項であり、そのインパクトは、非常に大きいと評価されている。

このように、格付機関は格付けの質を上げるためのプロセスの改善を実施している。さらに、利益相反の問題を解決するための施策を検討しているが、こういった改善は発行体支払いモデルを前提としたうえでのものである。前に述べたように、格付機関の収入源に変化が

見られているが、依然と発行体支払いモデルを支持していることに変わりはない。McDaniel (2009) は、当初、投資家支払いモデル、その後、発行体支払いモデルのもとで展開されてきた Moody's の過去の業績を見ると、発行体支払いモデルにおける潜在的な利益相反を管理することができないという意見には賛同することはできないことを強調している。実際、大手格付機関の Moody's は、サブプライム危機以降、発行体支払いモデルのもとで、格付けの質の改善、格付けの信頼性を取り戻すための努力を遂行している。そこでは、Moody's の取り組みをあげるのであれば、格付けの質、独立性、透明性を高めるための幅広い施策を打ち出している。たとえば、付与する格付けに関する分析的な質の強化、格付機関全体において一貫性を高めること、利益相反を回避するための基準の強化、格付けの透明性及び格付けプロセスに関する改善などがあげられている。

さらに、格付機関は、顧客である金融機関との利益相反を回避するための施策として、アナリストの行動にも慎重に検討するようになってきている。そこでは、証券化商品の格付けに関して、発行体アドバイスを提供するアナリストを排除するための施策が中心となっている。その施策として、以下の事項があげられている。

- (1) アナリストと同様に、格付けのマネージャーが報酬に関する話し合いの場を設けることを禁止
- (2) 格付機関の独立性や格付けへの客観性を高めるために、格付委員会の構成のあり方を検討
- (3) 利益相反に関わったと思われる発行体である企業にアナリストが職の機会を得た場合には、遡及調査を実施
- (4) Moody's による証券取引に関する方針を発表
- (5) 第三者によるアナリストへの不満に対する改善策を検討
- (6) Moody's のアナリストが受け取る報酬に関して厳しい制限

Moody's の意見では、発行体支払いモデルを前提に、格付けの質を改善する行動が見られるようになってきていると主張されている。格付機関は、発行体支払いモデルこそが、詳細な分析を可能とすることを強調しているかの姿勢を貫いている。さらに、McDaniel (2009) は、発行体支払いモデルは、発行体から十分な手数料を獲得することにより、分析や評価をするアナリストは、発行体や投資家の両者に見合う情報発信及び格付けの見直しの頻度を高めることができるようになったという効果についても主張している。

格付機関は、いまもなお多くの批判をも拒絶し、発行体支払いモデルを支持している<sup>39)</sup>。さらに、格付機関は、誰が支払っても利益相反という問題は生じるものであると指摘している。また、SEC によるレポートでも、現在、格付機関が活用している 2 つの支払いモデルには、それぞれ潜在的な利益相反が潜んでいると論じている<sup>40)</sup>。その一方、代替なるものとして提案されているような支払いモデルは、NRSROs に登録している格付機関間の競争をさら

に促進するとともに、格付けの利用者のための格付市場の選択肢の拡大にもなると主張している<sup>41)</sup>。

今後、格付機関が発行体支払いモデルを支持するのであるならば、いかに利益相反を管理するのかということが重要なことになってくるであろう。さらに、格付機関は、格付けを付与する際に、的確な判断ができるアナリストの育成が必要になってくると考えられる。また、NRSROsとして登録している格付機関の証券化商品に関する格付けプロセスは類似している、と言われている<sup>42)</sup>。このことから、投資家に対する説明責任を果たすためにも、他の格付機関とは異なる質や透明性の高い格付けプロセスの提案が早急に求められるであろう。

#### IV 今後の格付機関の適正な行動にむけての方向性

これまで説明してきたように、各方面から格付機関に対する支払いモデルの代替案が発表されている一方、格付機関は依然と発行体支払いモデルを支持している。それに対して、SECから、その支払いモデルに対する決定事項が明らかにされていない状況が続いている。さらに、2013年4月23日、SECは格付けに関する討論会を開催したものの、いまなお以下の内容が議題としてあげられている。それは、第1に発行体支払いモデルに代わる支払いモデルとは何か、第2にSECがいまだ検討していないような代替モデル案は存在するのか、第3に発行体支払いモデル以外の手数料支払い方法の採用をNRSROsに要求する効果はどの程度のものなのか、第4にNRSROsに登録している格付機関のアナリストに業務上のライセンス取得や認可条件を確立することに対するメリット及びデメリットとは何か、などについての初歩的な検討に留まっているのが実態である<sup>43)</sup>。

このような環境のなか、今すぐに発行体支払いモデルの代替案が決定し、早急に採用されるものではないものと考えられる。では、支払いモデルの代替案について明確な見解が発表されるに至るまでに、格付機関が適正な行動をとるための施策および環境が必要になるものと思われる。前に述べたように、様々な代替案が提供されているものの、最終的には、格付機関が支持し続けている発行体支払いモデルが継続される可能性も念頭に置かねばならないであろう。その際、格付機関に対して慎重な行動を実行させる仕組みが重要になってくると推測される。たとえば、今回の金融危機により、規制環境における脆弱さや失敗から生じるようになった格付機関の行動そのものに対するいくつかの問題が議論され始めている<sup>44)</sup>。その問題とは、第1に、SECによるNRSROsのフレームワークが、格付機関に対して厳格な規制が備わっていない、単なる登録制度が設けられているにすぎないということである。そのため、格付機関による格付けを付与するに至るまでのプロセスなどの詳細な情報について、投資家に何ら提供していないということがあげられている。これに関して言うのであれば、Moody'sが独自で透明性の高い格付けを実行する際のプロセスを立案しているということから、その取り組みにより、投資家への説明責任を果たすことができる格付け決定までのプロ

セスを明確に説明できるものと考えられる。しかしながら、SEC による厳格なフレームワークの規制がない限り、格付機関間の格付けへの質の格差が生まれてくるものと筆者は推測している。これにより、いまだ、解決することができないレーティング・ショッピングという問題をこれまで以上に拡大させることにつながるであろうと考えている。こういった問題を抑制するためにも、NRSROs として登録している格付機関に対して、単なる登録のみに留まらず、SEC による格付けプロセスの厳格な規制を SEC 自身が構築する必要がある。さらには、格付機関に公的とも思えるような権力を持たせるのではなく、SEC による格付機関へのガバナンス体制の構築をも必要になってくるものと、筆者は考えている。

続いて、第 2 に、SEC によって管理されている NRSROs という登録制度を設けたことにより、事実上、寡占状態が続いているということが指摘されている。つまり、このことは NRSROs という単なる登録制度を設けることにより、格付けビジネスの新規参入を防ぐものになっている、ということの意味している。実際、NRSROs が創設されてから、25 年以上も経過しているが、S&P、Moody's、Fitch の大手 3 機関だけが顕著な活動をしているに留まっているのは、周知の通りである。こういった現状から、新規参入がないということが、ここ最近の金融恐慌において、正確な情報やタイムリーな情報を提供する格付機関の無力さを増進させる要素の一つになる、と批判されている<sup>45)</sup>。こういった動きを受けて、現在、米国議会では、信用格付けの市場において新規参入を促進させようという行動が見られるようになってきている。その一方、Doherty, Kartasheva and Phillips (2012) は、この新規参入に対して有益と思われるような理論や実証研究が全く発表されていないと指摘している<sup>46)</sup>。しかしながら、格付機関への批判が高まっている環境だからこそ、適正な格付けを付与するためにも、NRSROs への新規参入の拡大が望まれるであろう。別の意味で、この新規参入により、格付機関間の顧客獲得競争が促進されることにより、格付けの質や透明性が向上されるのではないかと筆者は考えている。

## 注

- 1) 今回の金融危機以降の米国における証券化商品市場の発行状況を見ると、CDO の発行額の割合は、全体の 2% (2009 年時点) と消滅に近い状態である。現在では、自動車ローン、クレジットカード・ローンが証券化商品の裏付け資産として中心となっている (Baig and Choudhry(2013), p.37)。
- 2) Baberis (2013), p.15.
- 3) Smith (2013), p.71.
- 4) Richardson, Ronen and Subrahmanyam (2010), p.469.
- 5) 日本における証券化商品の発行額は、2006 年には 10 兆円を上回るほどであったが、サブプライム危機を受け、その後、低迷したことにより、2010 年には 3 兆円程度の実績となっている (野村資本市場研究所 (2012), p.200 参照)。
- 6) それぞれの要因の詳細に関しては、森谷 (2012) を参照されたい。

- 7) Andelson and Jacob (2008), p12.
- 8) Lisa (2012), p.29.
- 9) Willett (2012), p.41.
- 10) Willett (2012), p.41.
- 11) Altman, Oncu, Richardson, Schmeits and White (2010), p.450.
- 12) Davies (2012), p.125.
- 13) 顧客獲得競争という裏側には、大手格付機関の一つである Fitch の影響があった、と言われている。Fitch の勢力が高まる前には、S&P と Moody's が格付け市場の 80% のシェアの握っていた (Deb and Murphy (2009), p.1 及び Becker and Milbourn (2009), pp.4~5)。この格付機関の競争に関しては、森谷 (2011) を参照されたい。
- 14) Mariano (2008), p.1.
- 15) Davies (2012), pp.123~128.
- 16) Lewis (2010), p.154.
- 17) “Financial Times”, 2012 年 5 月 21 日。
- 18) Herring and Kane (2010) は、リスクに見合った格付けを付与するよりも、利益優先の格付機関の行動は、もはや “agencies” としての地位ではなく、営利企業である CROs (Credit Rating Organizations) ではないか、と指摘している (Herring and Kane (2010), p.14)。
- 19) Barberis (2013), p.18.
- 20) Baig and Choudhry (2013), p.42. こういったことから、金融機関が抱えていた巨額なサブプライムローンの保有、そして、それらを含め組成した証券の保有をどのように理解すべきであったのか。そこには、金融機関の考えとしての *skin in the game* という行動が拍車を掛けたものと考えられる。*skin in the game* に関しては、森谷 (2012) を参照されたい。
- 21) このことに関して、Barberis (2013) は、トリプル A の格付けを付与することにより、格付機関はビジネスチャンスを逃す機会を回避することができると同時に、アナリスト自身、そして格付機関にも利益をもたらすであろうことを指摘している。一方、アナリストもまた、社会に有益なサービスを提供する責任ある人材として位置付けられるような肯定的なイメージを継続することができる、との意見もある (p.21)。
- 22) Schroeder (2013) 参照。
- 23) 1970 年代初めに至るまで、投資家が投資するに際し、格付機関に債券の格付けを依頼していた。投資家が格付機関に格付け手数料を支払っていたということから、投資家支払いモデルと呼ばれていた。しかしながら、コピー機が高品質になったという原始的な理由から、格付機関の手数料収入が激減することになった。また、Deb and Murphy (2009) は、コピー機の進展より、フリーライダーの問題を拡大させることになったとも指摘している (p.1)。つまり、格付けを依頼した投資家が、格付けに関する情報のコピーを売り捌くようになり、その影響を受け、格付機関の格付け手数料収入が低迷することになった。その後、新たな支払い方法として、債券を発行する発行体自身が格付機関に格付手数料を支払う発行体支払いモデルに移行されることになった。因みに、S&P は、1968 年に、地方債の格付けに関しては発行体支払いモデルを利用していた。また、McDaniel (2009) は、Moody's では、投資家からの高まる関心を含めて、マーケットにおけるいくつかの趨勢により、支払いモデルが変更することになったと論じている。さらに、投資家は詳細かつタイムリーな分析を求めるようになった。しかしながら、厳密さを求めるような分析は、コストが

膨らむこととなり、格付けを利用する購読者からの手数料では賄うことができなくなった。さらに、先ほどのコピー機の機能が向上したことも重なり、Moody's も発行体支払いモデルに変更せざるを得なかったと言われている。これにより、Moody's は、格付けを公けに発表する契機にもなった。結果として、Moody's の収益が拡大することとなり、格付けを付与する分析者が十分な分析ができるようになったと論じられている。このことにより、分析者は、発行体や投資家の両者に見合う情報発信及び格付けの見直しの頻度を高めることができるようになったという効果が強調されている (McDaniel (2009), pp.4~5)。

- 24) GAO (2012), p.7. 当初、NRSROs として登録されたのは、10 機関であった。現在、1 機関は、すでに NRSROs から脱退している。発行体支払いモデルが利用されているなか、3 機関は、投資家 (購読者) 支払いモデル (investor-pays model, subscriber-pays compensation) を採用している。
- 25) Deb and Murphy (2009), p.2. 数値は、過去 5 年間の平均である。
- 26) Goodhart (2008), p.13.
- 27) ほとんどの証券化商品は、1 格付機関からの格付けの付与のみで債券を発行しているのが現状である。
- 28) Deb and Murphy (2009) は、発行体支払いモデルが、格付機関の収入源になっているということから、利益相反を生み出す要因になると主張している (p.2)。
- 29) McDaniel (2009), p.9. McDaniel は、Moody's の CEO 兼社長である。
- 30) GAO (2012), p.3 および Kotecha, Weinberger and Ryan (2011), p.28. たとえば、以下の事柄が検討事項としてあげられている。第 1 に、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付けに関するプロセスおよび発行体支払いモデルそして投資家支払いモデルに関する利害関係に関する検討である。第 2 に、NRSROs へ支払う格付手数料を見積もるメカニズムの評価、NRSROs に支払う格付手数料の適切な手法など、格付けを付与する NRSROs のシステムを構築するための柔軟な動きに関する検討である。第 3 に、格付けの正当性を高めるようなシステムを構築する際の問題点などが検討事項として要求されることになった。
- 31) Kotecha, Weinberger and Rya (2011), p.32.
- 32) Krishnan, Nair, Tiwari, Nagpal, Sahajwala and Jayasimhan (2009), p.37.
- 33) Altman, Oncu, Richardson, Schmeits and White (2010), p.464.
- 34) Altman, Oncu, Richardson, Schmeits and White (2010), pp.464~465.
- 35) Deb and Murphy (2009), p.2.
- 36) Baig, Suleman and Choudhry, Moorad (2013), pp.40~41.
- 37) McDaniel (2009), p.4.
- 38) Baig, Suleman and Choudhry, Moorad (2013), pp.40~41.
- 39) Davies (2012), p.127.
- 40) SEC (2011), pp.19~20. 2 つの支払いモデルとは、発行体支払いモデルおよび投資家 (購読者) 支払いモデルを指している。
- 41) SEC (2012), p.80.
- 42) SEC (2012), pp.9~12.
- 43) SEC (2013) 参照。その他の議論として、SEC は、ストラクチャード・ファイナンスの格付けについては、少なくとも小規模な NRSRO から 1 社に依頼することを発行体に要求すべきではない。これらの小規模な NRSROs による格付けの付与が、大規模な NRSROs によって問題となった



利益相反を軽減する足掛かりになるのではないか。では、小規模な NRSROs をどのように定義したらよいのか。この要求が、小規模な NRSROs 間における競争を招くことになるのではないか。それに伴い、発行体側の手数料が高まることになるのではないか、ということも議論された。しかしながら、こういった議論は、発行体支払いモデルが前提となっており、各方面から様々な代替案が出されているものの、それらが活かされていないのではないかと思われるようなものであると言っても、筆者は過言ではないと考えている。

44) Goodhart (2008), p.13.

45) SEC (2012) 参照。

46) Doherty, Kartasheva and Phillips (2012), p.309. Doherty らは、独占的な格付機関の公開された情報に基づき、格付機関の新規参入が格付けの情報量にどのような影響を与えるのかを理論的かつ実証的に分析することによる不十分な点について研究している。

## 参考文献

- [1] 野村資本市場研究所 (2012)、『野村資本市場クォーターリー』、winter。
- [2] 森谷智子 (2011)、「証券化と格付機関のあり方」、『証券経済研究』、第 74 号、6 月。
- [3] 森谷智子 (2012)、「証券化と今後の金融機関の行動～証券化商品市場は復活するのか～」、『年報日本中小企業・ベンチャービジネスコンソーシアム』、第 10 号。
- [4] Altman E.I., Oncu T.S., Richardson, Matthew, Schmeits, Anjolein and White L.J. (2010), “Chapter 15 Regulation of Rating Agencies”, *Regulating Wall Street—The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance—*, John Wiley & Sons, Inc.
- [5] Andelson, Mark H. and Jacob, David P. (2008), “The Subprime Problem : Causes and Lessons”, *The Journal of Structured Finance*, spring.
- [6] Baig, Suleman and Choudhry, Moorad (2013), “The MECHANICS of SECURITIZATION ～A Practical Guide to Structuring and Closing Asset-Backed Security Transactions～”, Wiley.
- [7] Barberis, Nicholas C (2013), “Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008”, Michael Haliassos, “Financial Innovation-Too Much or Too Little”, The MIT Press.
- [8] Barth, James R., Li, Tong, Phumiwasana, Triphon and Yago, Glenn (2008), “A Short History of The Subprime Mortgage Market Meltdown”, Milken Institute, january.
- [9] Becker, Bo and Milbourn, Todd (2009), “Reputation and competition : evidence from the credit rating industry”, Harvard Business School working paper.
- [10] Calomiris, Charles (2009), “A Recipe for Ratings Reform”, *The Economists' Voice*, November.
- [11] Deb, Pragyan and Murphy, Gareth (2009), “Credit Rating Agencies : An Alternative Model”, London School of Economics working paper, November.
- [12] Doherty, Neil A., Kartasheva, Anastasia V., and Phillips, Richard D. (2012), “Information effect of entry into credit ratings market : The case of insurers' ratings”, *Journal of Financial Economics*, 106.
- [13] Dvies, Howard (2012), “THE FINANCIAL CRISIS – Who is to Blame?”, Policy Press.
- [14] Filomia - Aktas, Lisa (2012), “New Reporting Requirements Under the Dodd-Frank Act”, *The Journal of Structured Finance*, winter.
- [15] GAO (General Accounting Office) (2012), “CREDIT RATING AGENCIES-Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations”, January.

- [16] Goodhart, C.A.E. (2008), “How, if at all, should Credit *Ratings Agencies* (CRAs) be Regulated?”, SPECIAL PAPER 181. LSE FINANCIAL MARKETS GROUP PAPER SERIES. June
- [17] Herring, Richard and Kane, Edward J. (2010), “Rating “Agencies” : How Regulation Might Help”, *CESifo Dice Report*.
- [18] Kotecha, Mahesh, Weinberger, Roy and Ryan, Sharon (2011), “The Future of Structured Finance Ratings”, *The Journal of Structured Finance* ,Vol.16, Number4, winter.
- [19] Krishnan, K.P., Nair, Shri C.K.G, Tiwari, Praveen, Nagpal, P.K., Sahajwala, Ranjana, Jayasimhan, S.N. (2009), “Report of the Committee on Comprehensive Regulation for Credit Rating Agencies”, Ministry of Finance, Capital Markets Division, December.
- [20] Lewis, Michael (2010), “The Big Short : Inside the Domsday Machine”, W W Norton & Co Inc, 東江一紀訳 (2010)『世紀の空売り－世界経済の破綻に賭けた男たち－』, 文藝春秋.
- [21] McDaniel, Raymond W (2009), “ROUNDTABLE ON CREDIT RATING AGENCIES”, Moody’s Investors Service, April 15, (<http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-11.pdf>, 2012 年 8 月 21 日アクセス).
- [22] Mariano, Beatriz (2008), “Do Reputational Concerns Lead to Reliable Ratings?”, Discussion Paper No613, (<http://eprints.lse.ac.uk/24433/1/dp613.pdf>, 2011 年 3 月 20 日アクセス).
- [23] Schroeder, Peter (2013), “House Republicans challenge SEC approach to credit raters”, (<http://thehill.com/blogs/on-the-money/banking-financial-institutions/290155-house-republicans-challenge-sec-approach-to-credit-raters>, 2013 年 4 月 23 日アクセス).
- [24] SEC (2011), “Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations As Required by Section 6 of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006”, January.
- [25] SEC (2012), “Report to Congress on Assigned Credit Ratings As Required by Section 939F of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”, December.
- [26] SEC (2013), “SEC Announces Agenda for Credit Ratings Roundtable”, Release No.2013-71 (<http://www.sec.gov/news/press/2013/2013-71.htm>, 2013 年 4 月 24 日アクセス).
- [27] Smith, Susan J. (2013), “Crisis and Innovation the Housing Economy : A Tale Three Markets”, Michael Haliassos, “Financial Innovation-Too Much or Too Little”, The MIT Press.
- [28] Walker, Russell (2010), “Role of Credit Rating Agencies as Risk Information Brokers”, *The Financial Services Roundtable*, september.
- [29] Willett, Thomas D. (2012), “The role of defective mental models in generating the global financial crisis”, *Journal of Financial Economic Policy*, Vol.4 No.1.

(平成 25 年 5 月 18 日受付、平成 25 年 7 月 15 日再受付)